

УДК 336.711

Н.П.ПОГОРЕЛЕНКО, канд. екон. наук, О.В.ОНИЩЕНКО

*Харківський інститут банківської справи УБС НБУ*

**ФОРМУВАННЯ СИСТЕМИ МОНЕТАРНОГО ПЕРЕДАВАЛЬНОГО  
МЕХАНІЗМУ ЧЕРЕЗ КАНАЛ ПРОЦЕНТНИХ СТАВОК  
ДЛЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РЕАЛЬНОГО ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ**

Аналізується внутрішня природа механізму монетарної трансмісії через канал процентних ставок, наводиться дослідження динамічного процесу цінового пристосування на ринку міжбанківських ресурсів, запропоновано модель оптимізації політики рефінансування центрального банку.

Грошово-кредитні методи впливу з боку держави на перебіг усіх економічних процесів, у тому числі в житлово-комунальному господарстві, є найбільш гнучкими і адекватними природі ринку та видаються найбільш придатними для активного застосування в сучасних умовах розвитку економіки. Регулятивний процес, з одного боку, має звести до мінімуму негативні прояви системи ринкового механізму господарювання, а з іншого – зберегти і розвинути усі позитивні аспекти й переваги ринкових відносин з метою забезпечення максимальної ефективності функціонування економічної системи загалом.

Монетарна політика на економіку впливає через ефект рівноваги на грошовому ринку, адже витрати економічних агентів на споживання та інвестиції безпосередньо залежать від кількості грошей і рівня процентних ставок [12]. Це означає, що регулюючи параметри грошового ринку центральний банк впливає насамперед на величину сукупного попиту в економіці. Тому проблема дослідження механізму грошової трансмісії зводиться, на наш погляд, до аналізу впливу монетарної політики на сукупний попит.

Монетарний трансмісійний механізм – канали, через які зміни у грошових агрегатах передаються до реальної економіки – вимагає особливої уваги. Канали грошово-кредитної трансмісії визначають силу, тривалість і напрям впливу дій центрального банку на реальний сектор.

Одним з найбільш використовуваних інструментів впливу з боку Національного банку України на сукупний попит є відсоткова ставка рефінансування центральним банком банківських установ, яка зумовлює процес монетарної трансмісії через канал процентних ставок – здійснюється вплив на сукупний попит через зміну витрат на інвестиційні товари і споживчі товари тривалого користування. Це обумовлює необхідність дослідження і оптимізації політики рефінансування Національного банку України з метою підвищення антиінфляційного ефек-

ту грошово-кредитного регулювання.

Питання трансмісійного механізму монетарної політики в Україні є одним з найбільш спірних у сучасних монетарних концепціях та розглядається багатьма вітчизняними вченими. Так, О.Петрик і С.Ніколайчук [7] досліджують структуру, парадигми і властивості малої структурної моделі трансмісійного механізму монетарної політики в Україні, що розкриває процес проведення монетарної політики в умовах переходу до більш гнучкого обмінного курсу з одночасним зростанням ролі відсоткової ставки центрального банку як інструменту монетарної політики – квартальної прогнозної моделі. В.Лепушинський [5] за допомогою інструментарію підходу векторних авторегресій аналізує короткостроковий взаємозв'язок між грошовою пропозицією, цінами та реальним випуском, спричинений дією каналів монетарної трансмісії. О.В.Сніжко [9] аналізує дію передавального механізму на основі методів (каналів) впливу монетарної політики на економічну систему. В.І.Мищенко і С.В.Науменкова [6] досліджують механізми і канали трансмісії монетарних впливів на ріст ВВП, ситуацію в реальному секторі. Т.Унковська [11] аналізує основні ланки трансмісійного механізму, які забезпечують зв'язок між процентними ставками, ставками різних сегментів фінансового ринку.

Дослідження в сфері грошово-кредитної системи та соціально-економічного розвитку проводять також такі відомі науковці, як М.Савлук [8], О.Дзюблюк [1] та ін.

Про значущість цього питання свідчить значна кількість науково-практичних конференцій з питань монетарної політики та її впливу на економічне зростання України [6, 8-10].

При цьому, на наш погляд, недостатньо уваги приділяється розробці економіко-математичних моделей, які зможуть визначати взаємозв'язки окремих складових монетарного трансмісійного механізму та в цілому оптимізувати та підвищити ефективність грошово-кредитної політики Національного банку України.

Метою даної роботи є вивчення внутрішньої природи механізму монетарної трансмісії через визначення взаємозв'язку між безпосередніми діями центрального банку та поведінкою короткострокових ставок на міжбанківському ринку з їх послідуючим впливом на всю структуру процентних ставок в економіці.

Визначення взаємозв'язків між фінансовим і реальним секторами економіки, огляд ефективності та оптимізація політики рефінансування центрального банку дозволять визначати ефективні тактичні цілі грошово-кредитної політики.

Процентна політика як інструмент грошово-кредитної політики

центрального банку передбачає можливість маніпулювання відсотковими ставками (дисконтною, ломбардною, ставкою центрального банку на відкритому ринку) з метою впливу на обсяг грошової маси в обігу. Національний банк України здійснює рефінансування банків, тобто кредитування центральним банком окремих банків на прохання останніх, для забезпечення поточної ліквідності. Шляхом рефінансування центральний банк діє як “кредитор останньої інстанції” – він є гарантом безперерйного функціонування банківської та фінансової систем у цілому.

Коли центральний банк здійснює кредитування банківських установ, він здатен впливати на вартість позикових ресурсів через встановлення офіційної процентної ставки. Висока процентна ставка обмежує стимули банків кредитуватися в центральному банку і відповідно зужує їх можливості щодо кредитування реального сектору економіки, в результаті – зменшується обсяг сукупної грошової маси в економіці. Низька процентна ставка викликає зворотний ефект.

Офіційна процентна ставка виступає загальним орієнтиром динаміки ставок грошового ринку, зокрема короткострокової ставки по кредитах, ставки на міжнародному ринку, ставки доходності по державних цінних паперах.

Особливість процентної політики як інструменту грошово-кредитного регулювання полягає в тому, що центральний банк використовує офіційну процентну ставку і як орієнтир, і як інструмент грошово-політичних заходів одночасно.

Процес монетарної трансмісії, в цьому випадку, можна представити як послідовну передачу грошових імпульсів через канал процентних ставок: від операцій центрального банку через короткостроковий міжбанківський ринок, потім – через весь ланцюг взаємодіючих сегментів фінансового ринку до змін у реальному секторі економіки.

Отже, перший етап – процес від безпосередніх дій центрального банку в сфері рефінансування комерційних банків і операцій на відкритому ринку до зміни ставок на сегменті надкороткострокових міжбанківських операцій. Далі відбуваються зміни всієї структури короткострокових процентних ставок, а також валютного курсу. Наступних змін зазнає вся структура процентних ставок у економіці. На заключному етапі відбувається зміна сукупного попиту в економіці, що веде до зміни в темпах інфляції та економічного зростання.

Національний банк України протягом вересня 2005 р. – серпня 2006 р. підтримував ліквідність банків через використання різних інструментів рефінансування, зокрема шляхом надання кредитів овернайт, проведення тендерів кредитів, наданих Національним банком

України, а також надання кредитів за операціями РЕПО (таблиця).

Відсоткові ставки в економіці України\*

	Облікова ставка НБУ, %	Відсоткова ставка рефінансування НБУ банківських установ			Середньозважена процентна ставка за кредитами, наданими банками (без урахування кредитів овердрафт), %
		кредити, надані шляхом проведення тендерів, %	кредити “овернайт”, %	кредити за операціями РЕПО, %	
2005 рік					
Вересень	9,5	9,5	14,9	12,0	14,0
Жовтень	9,5	14,0	14,9	12,0	14,3
Листопад	9,5	12,0	14,8	12,0	14,4
Грудень	9,5	12,8	15,0	-	14,6
2006 рік					
Січень	9,5	-	13,0	14,0	14,4
Лютий	9,5	12,0	13,0	-	14,1
Березень	9,5	11,5	13,0	-	14,2
Квітень	9,5	11,5	12,7	11,0	14,2
Травень	9,5	11,5	13,0	11,0	13,7
Червень	(з 10.06.) 8,5	-	11,0	10,4	13,8
Липень	8,5	10,0	10,1	-	13,4
Серпень	8,5	9,8	10,0	-	13,2

\* Джерело: Бюлетень Національного банку України. – 2006. – №1-12.

З наведеної таблиці видно, що в Україні останнім часом спостерігається тенденція до зниження процентних ставок за кредитами. Середньозважена відсоткова ставка за всіма інструментами рефінансування у червні 2006 р. становила 10,7% проти 14,1% у грудні 2005 р. Середньозважена відсоткова ставка за кредитами, наданими банками (без урахування операцій за овердрафтом) у червні 2006 р. становила 13,8% і в серпні 2006 р. знизилась ще до 13,2% проти 14,6% у грудні 2005 р.

Таким чином, прослідковується залежність зміни процентних ставок за кредитами, наданими банками в реальний сектор від зміни процентних ставок за інструментами рефінансування Національним банком України банківських установ.

На кожному етапі трансмісійного механізму відбувається пристосування ринкових сил попиту і пропозиції на відповідному сегменті до нових умов, що виникають через зовнішні (відносно даного сегмента) шоки. Їх джерелом є, як правило, зміна ситуації на “найближчому” сегменті фінансового ринку, а результатом зміщення кривих

попиту і пропозиції – новий рівноважний рівень відповідної процентної ставки.

Розглянемо перший етап монетарної трансмісії. Для сегменту надкороткострокових міжбанківських кредитів роль зовнішнього шоку відіграють дії центрального банку щодо рефінансування та проведення операцій на відкритому ринку.

Ставка на міжбанківському ринку відображає ціну ліквідних ресурсів, що урівноважує попит та пропозицію на цьому ринку. Для досягнення необхідного значення зазначеної ставки, центральний банк має проводити рефінансування банківських установ відповідно встановленим цілям.

Прогнозування динаміки надкороткострокової ставки дає змогу Національному банку України регулювати рівновагу на міжбанківському ринку і є важливим інструментом у визначенні оптимальної стратегії дій центрального банку.

В межах даної статті проведемо дослідження процесу цінового пристосування на ринку міжбанківських ресурсів, використавши при цьому динамічну модель [11] у більш спрощеному вигляді.

Це може бути описано диференціальним рівнянням

$$\frac{dk}{dt} = h (D(k) - S(k)), \quad h > 0, \quad (1)$$

де  $k$  – надкороткострокова ставка на міжбанківському ринку;  $\frac{dk}{dt}$  – швидкість зміни процентної ставки в умовах розбалансованості попиту  $D(k)$  і пропозиції  $S(k)$  ліквідних ресурсів;  $h$  – коефіцієнт пристосування швидкості зміни процентної ставки до обсягу дефіциту або надлишку ліквідних ресурсів на міжбанківському ринку.

Виразимо залежність величини попиту від міжбанківської ставки рівнянням:  $D(k) = A - B \times k$ , а залежність величини пропозиції від  $k$  рівністю:  $S(k) = -C + F \times k$ , (де  $A, B, C, F$  – статистичні параметри, що характеризують специфіку кривих попиту і пропозиції у даній ситуації на міжбанківському ринку), то рівнянню (1) можна надати такого вигляду:

$$\frac{dk}{dt} + h (B + F) k = h (A + C). \quad (2)$$

Співвідношення (2) – це лінійне диференціальне рівняння першого порядку відносно функції  $k(t)$  з постійними коефіцієнтами, де, як відомо,  $h(B+F)$  та  $h(A+C)$  – сталі.

Його можна вирішити шляхом поділу змінних [3]:

$$dk = [-h(B+F)k + h(A+C)] \times dt$$

$$\frac{dk}{-h(B+F)k + h(A+C)} = dt,$$

$$-\frac{1}{h(B+F)} \ln |-h(B+F)k + h(A+C)| = t + C_1,$$

$$\ln |-h(B+F)k + h(A+C)| = -(h(B+F)t + C^*),$$

$$\text{де } C^* = h(B+F)C_1,$$

$$-h(B+F)k + h(A+C) = e^{-(h(B+F)t + C^*)},$$

$$k(t) = -\frac{1}{h(B+F)} e^{-(h(B+F)t + C^*)} + \frac{h(A+C)}{h(B+F)}.$$

$$\text{Врешті, } k(t) = C_0 e^{-h(B+F)t} + \frac{A+C}{B+F}, \quad \text{де } C_0 \text{ позначено}$$

$$-\frac{1}{h(B+F)} e^{-C^*} = C_0.$$

$$\text{При } t=0 \quad k(0) = C_0 e^{-h(B+F) \times 0} + \frac{A+C}{B+F}, \quad k(0) = C_0 + \frac{A+C}{B+F}.$$

$$\text{Звідки постійна } C_0 \text{ буде дорівнювати } C_0 = k(0) - \frac{A+C}{B+F}.$$

Враховуючи останнє рівняння матимемо:

$$k(t) = \left[ k(0) - \frac{A+C}{B+F} \right] e^{-h(B+F)t} + \frac{A+C}{B+F}.$$

Співвідношення  $\frac{A+C}{B+F}$  є рівноважним рівнем міжбанківської

ставки  $k^*$ , тобто рівнем, який забезпечує тотожність попиту та пропозиції на ліквідні ресурси:

$$k^* = \frac{A+C}{B+F} : D(k^*) = S(k^*) \text{ (стан рівноваги).}$$

Співвідношення  $\left[ k(0) - \frac{A+C}{B+F} \right]$  – це відхилення ставки  $k(0)$  в початковий момент  $t=0$  від її рівноважного значення  $k^*$ . Отже, співвідношення  $\left[ k(0) - \frac{A+C}{B+F} \right] e^{-h(B+F)t}$  в цілому є відхиленням процентної ставки від рівноважного значення в момент  $t$ .

Отримане рішення є теоретичним інструментом прогнозування процентної ставки для випадку безперервного часу. Для отримання точніших практичних рекомендацій щодо формування оптимальної політики рефінансування слід застосовувати такий аналог рівняння (2) з урахуванням дискретного часу, адже рівень процентних ставок змінюється стрибками в певні моменти:

$$\frac{k(t+1) - k(t)}{1} + h(B+F)k(t) = h(A+C),$$

звідки  $k(t+1) = k(t) + h(A+C) - h(B+F)k(t)$ ,

або  $k(t+1) = k(t)[1 - h(B+F)] + h(A+C)$ .

Введемо позначення  $k(t+1) = k_{t+1}$  і  $k(t) = k_t$ .

Тоді матимемо:  $k_{t+1} + k_t[(B+F)h - 1] = h(A+C)$ .

Константа  $h$  задовольняє рівнянню:  $(B+F)h - 1 = F/B$ , матимемо:

$$k_{t+1} + k_t \frac{F}{B} = \frac{A+C}{B}. \quad (3)$$

Зазначимо, що змінна  $t$  у рівнянні (3), на відміну від рівняння (2), є дискретна величина, що приймає значення:  $t, t+1, t+2$  і т.ін.

Якщо  $k_{заг}(t) = qG^t$ , то  $qG^{t+1} + \frac{F}{B}qG^t = 0$ . Тоді

$$G = -F/B, \text{ тобто } k_{заг}(t) = q[-F/B]^t.$$

Якщо  $k_{васм}(t) = const = g$ , то  $g + \frac{F}{B}g = \frac{A+C}{B}$ , тоді

$$g = \frac{A+C}{B+F}, \text{ тобто } k_{васм}(t) = const = \frac{A+C}{B+F}.$$

Рішенням рівняння (3) є функція  $k(t) = q \left[ -\frac{F}{B} \right]^t + \frac{A+C}{B+F}$ , де константа  $q$  може бути знайдена з початкових умов:

$$k(0) = q + \frac{A+C}{B+F}, \text{ тобто } q = k(0) - \frac{A+C}{B+F}.$$

Отже, динамічне співвідношення для рівня процентної ставки має вигляд:

$$k(t) = \left[ k(0) - \frac{A+C}{B+F} \right] \left[ -\frac{F}{B} \right]^t + \frac{A+C}{B+F},$$

або  $k(t) = \left[ k(0) - k^* \right] \left[ -\frac{F}{B} \right]^t + k^*$ , де  $k^* = \frac{A+C}{B+F}$  – рівноважне значення процентної ставки.

Множник  $f(t) = \left[ -\frac{F}{B} \right]^t$  відображає динамічний процес переходу

міжбанківського ринку з нерівноважного стану в рівноважний. Від особливостей цього процесу, тобто від параметрів  $B$  і  $F$  залежить можливість досягнення рівноважного значення  $k^*$  в умовах, що склалися на ринку, швидкість процесу переходу міжбанківської ставки до свого рівноважного рівня.

Аналіз зазначених параметрів має першочергове значення для центрального банку в процесі його підготовки до операцій рефінансування. Адже їх головною метою є досягнення оптимального стану на міжбанківському ринку, зокрема – певного цільового рівня ліквідності банківської системи та міжбанківської ставки.

Політика рефінансування центрального банку є оптимальною, якщо:

- міжбанківська ставка досягає свого рівноважного рівня за оптимальний період часу;
- цей рівноважний рівень відповідає цільовому значенню (або знаходиться в цільовому інтервалі);
- процес переходу міжбанківського ринку в стан рівноваги відповідає оптимальним характеристикам стійкості.

Параметри  $B$  і  $F$  відображають еластичність попиту й пропозиції до змін процентної ставки, тобто визначають нахил відповідних кривих.



Залежно від співвідношення параметрів попиту й пропозиції процес коливань на міжбанківському ринку може мати різний характер. Але ситуація на міжбанківському ринку, за якої можливе досягнення стану рівноваги, виникає лише за умов:

$$0 < \left[ -\frac{F}{B} \right] < 1 \text{ або } -1 < \left[ -\frac{F}{B} \right] < 0.$$

На цих інтервалах коливання мають згасаючий характер і поступово наближають значення процентної ставки до рівноважного рівня.

Фінансовий зміст одержаних співвідношень полягає в тому, що чутливість пропозиції ліквідних ресурсів до зміни процентної ставки має бути меншою, ніж чутливість попиту. В умовах обмежувальної монетарної політики при зростанні процентної ставки попит на ліквідні ресурси має знижуватись в більшому обсязі, ніж їх пропозиція.

У разі дотримання цієї передумови міжбанківський ринок буде стійкою системою, яка забезпечить досягнення процентною ставкою свого рівноважного рівня.

Використання процентної політики оказує важливі макроекономічні та антиінфляційні ефекти грошово-кредитного регулювання. Проведені дослідження процесу монетарної трансмісії через канал процентних ставок і визначений аналітичний інструментарій, який є основою для оптимізації політики рефінансування, свідчать, що ефективно використання в сучасних умовах процентної політики сприятиме реальному економічному зростанню в Україні.

1.Дзюблук О.В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. – К.: Поліграфкнига, 2000. – С.135-231.

2.Затворська О.О. Грошово-кредитна політика центрального банку. – Біла Церква: БДАУ, 2004. – С.41-46.

3.Корн Г., Корн Т. Справочник по математике для научных работников и инженеров. – М.: Наука, 1978. – 831с.

4.Бюлетень Національного банку України. – 2006. – №1-12.

5.Лепушинський В. Дія каналів монетарної трансмісії в економіці України // Вісник Національного банку України. – 2006. – №2. – С.28-32.

6.Міщенко В.І., Науменкова С.В. Монетарні трансмісійні механізми та їх вплив на забезпечення відтворювальних процесів в економіці України // Матеріали наук.-практ. конф. “Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування”. – 2002. – С.64-70.

7.Петрик О., Ніколайчук С. Структурна модель трансмісійного механізму монетарної політики в Україні // Вісник Національного банку України. – 2006. – №3. – С.12-20.

8.Савлук М.І. Про теоретичне забезпечення грошово-кредитної політики Національного банку України в умовах економічного зростання // Матеріали наук.-практ. конф.і “Монетарна політика в умовах економічного зростання”. – 2004. – С.90- 93.

9.Сніжко О.В. Механізм грошової трансмісії: уроки для України // Матеріали наук.-практ. конф. “Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування”. – 2002. – С.166-174.

10.Стельмах В.С. Монетарна політика в Україні // Матеріали наук.-практ. конф. “Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування”. – 2002. – С. 9-25, 61-63.

11.Унковська Т. Взаємозв’язок процентних ставок у контексті монетарної трансмісії та оптимізація політики рефінансування // Вісник Національного банку України. – 2005. – №4. – С.35-38.

12.Ющенко В.А., Лисицький В.І. Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні. – К.: Скарби, 1998. – 286 с.

*Отримано 26.03.2007*

УДК 332.012.324

В.П.ГАТИЛО

*Національний аерокосмічний університет ім. М.Є.Жуковського  
«Харківський авіаційний інститут»*

### **ДЕЯКІ ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ЩОДО СУТІ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В УМОВАХ РИНКОВОГО РЕФОРМУВАННЯ ЕКОНОМІКИ**

Увага держави і суспільства в цілому до проблем розбудови системи корпоративного управління породжена вимогами реальної економіки. Нині виникла об’єктивна потреба в поглибленні та уточненні теоретичних та методологічних аспектів корпоративного управління. В даній статті з’ясовується суть корпоративного управління та проводиться огляд поглядів різних спеціалістів за даною проблемою.

Приватизація державних підприємств та вирішення проблем, пов’язаних з міським господарюванням, стало одним із головних напрямків ринкового реформування економіки України. Поняття «корпоративне управління» широко використовується в західній літературі і досить швидко запроваджується в Україні.

Слід зазначити, що єдиного визначення поняття «корпоративне управління» серед зарубіжних та вітчизняних економістів немає.

Основні положення щодо корпоративного управління найшли відображення в роботах зарубіжних і українських вчених: Р.Брейлі, С.Маерса, В.Гриньової, І.Гуркова, Є.Абрамова, П.Забеліна, Д.Задихайло, О.Кібенко, Г.Назарової, Б.Мільнера, Б.Чуб, І.Храбрової [1-12].

У 2006 р. вітчизняними та зарубіжними видавництвами було надруковано понад 50 тисяч видань, пов’язаних з проблемами корпоративного управління. Широке розповсюдження терміна «корпоративне управління» призвело до того, що в літературі часто виникає плутанина в тлумаченні даного терміна.

У зв’язку з цим виникає потреба з’ясувати суть корпоративного управління та систематизувати погляди різних спеціалістів.

Поняття «корпоративного управління» походить від англійського «corporate governance», що в буквальному перекладі означає «корпора-